

e-Akcjonariusz,

czyli jak Dyrektywa o prawach akcjonariuszy zmieni ład korporacyjny w Europie

Arkadiusz Radwan, Kamil Nowak
redakcja@rk.pl

Od pewnego czasu po obu stronach Atlantyku toczy się debata na temat aktywizmu akcjonariuszy. Pod tym pojęciem rozumie się problem zaangażowania akcjonariuszy w podejmowanie istotnych decyzji w korporacji. Oprócz płaszczyzny prawno-kompetencyjnej, czyli tej dotyczącej uprawnień walnego zgromadzenia w korporacyjnym trójpodziale władz, porusza się problem partycypacji akcjonariuszy w walnych zgromadzeniach i wykonywania przez nich praw udziałowych, w szczególności prawa głosu. Rozproszona struktura akcjonariatu (mniejszościowego) oraz prawne i faktyczne bariery w wykonywaniu praw korporacyjnych nierzadko skłaniają akcjonariuszy do przyjęcia postawy racjonalnej apatii. Zastanawiająca jest jednak częsta pasywność inwestorów instytucjonalnych. Polityka (nie)wykonywania prawa głosu przez inwestorów instytucjonalnych jest stosunkowo słabo zbadana w UE.

W ostatnim czasie ewidentny jest jednak aktywizm inwestorów instytucjonalnych na innej płaszczyźnie, mianowicie lobbying w sferze legislacji wspólnotowej. Warto wspomnieć tutaj zwłaszcza niedawną debatę na temat proporcjonalności własności i kontroli w spółkach publicznych w UE, prowadzoną pod szyldem „*One-share, One-vote*”, w której inwestorzy instytucjonalni optowali za regulacją wspólnotową, eliminującą przynajmniej niektóre z instrumentów umożliwiających dźwignię kontroli. Kolejną inicjatywą, mającą wzmacniać status korporacyjny akcjonariuszy, jest przyjęcie w dniu 11.7.2007 r. Dyrektywy 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym, zwanej w skrócie Dyrektywą o prawach akcjonariuszy.

Dyrektywa ta jest najistotniejszą od wielu lat dyrektywą z zakresu europejskiego prawa spółek. Ze względu na regulowaną

Integracja europejskich i międzynarodowych rynków finansowych wymaga dostosowania form organizacji i uczestnictwa w walnym zgromadzeniu do wzrastającej internacjonalizacji i postępującej informatyzacji. Jednym ze środków mających zmierzać do poprawy ładu korporacyjnego w Europie jest promocja aktywizmu akcjonariuszy, zwłaszcza inwestorów instytucjonalnych.

materię zasługuje ona niewątpliwie na miano dyrektywy z zakresu *corporate governance*. Skupienie się na prawach akcjonariuszy oznacza, że ustawodawca europejski idzie obecnie inną drogą niż planowano jeszcze na początku lat 90., kiedy to na szczeblu wspólnotowym forsowano kolejny projekt V Dyrektywy, tzw. Dyrektywy strukturalnej, poświęconej organizacji i kompetencjom organów spółki akcyjnej.

Cele Dyrektywy

Znaczny wzrost zaangażowania inwestorów zagranicznych, będący efektem postępującej integracji europejskich rynków finansowych sprawia, że niezmiernie istotna okazuje się kwestia ułatwienia wykonywania praw udziałowych przez akcjonariuszy mających miejsce zamieszkania albo siedzibę w innym kraju niż państwo, w którym znajduje się siedziba danej spółki publicznej. Dyrektywa o prawach akcjonariuszy ma dokonać zbliżenia regulacji obowiązujących w poszczególnych państwach członkowskich w zakresie wykonywania praw akcjonariuszy. Stanowi ona jednocześnie jeden z elementów szerszego działania Komisji Europejskiej, zmierzającego do unowocześniania europejskiego prawa spółek oraz stworzenia efektywnego ładu korporacyjnego w UE, mającego zagwarantować odpowiedni poziom bezpieczeństwa inwestowania w spółki akcyjne. W praktyce realizacja praw korporacyjnych w spółkach z dużą ilością rozproszonych akcjonariuszy jest relatywnie kosztowna. Niewątpliwie stan ten jest w dużej mierze efektem obowiązywania regulacji prawnych, które raczej zniechęcają akcjonariuszy do aktywnego udziału w procesie decyzyjnym spółki. Dlatego ich wyeliminowanie z porządków prawnych poszczególnych państw, w połączeniu z zagwarantowaniem akcjonariuszom łatwego, taniego i terminowego dostępu do pełnej informacji o spółce, dopuszczeniem różnych form głosowania bez fizycznej obecności na walnym zgromadzeniu

madzeniu (*in absentia*), stanowią środki, w których Komisja Europejska pokłada nadzieje na aktywizację akcjonariuszy.

Zakres obowiązywania Dyrektywy

Dyrektywa zasadniczo odnosi się do spółek, które posiadają statutową siedzibę w państwie członkowskim i których akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Jednak niektóre jej postanowienia są na tyle uniwersalne z punktu widzenia ich użyteczności dla poprawy *corporate governance*, że w procesie ich implementacji ustawodawca krajowy powinien rozważyć rozszerzenie zakresu ich stosowania również w odniesieniu do spółek niepublicznych.

Wiele miejsca w debacie nad regulacjami Dyrektywy poświęcono kwestii definicji akcjonariusza. Ostatecznie przyjęto, że dla ustalenia, kogo należy uznać za akcjonariusza spółki, miarodajne będzie prawo tego państwa członkowskiego, w którym spółka ma swoją statutową siedzibę.

Stadium przygotowania walnego zgromadzenia

Jedną z barier w transgranicznym wykonywaniu prawa głosu niewątpliwie stanowią spóźnione informacje o zwołaniu walnego zgromadzenia. Regulacje krajowe poszczególnych państw członkowskich są w tym zakresie niejednolite i nie uwzględniają specyfiki sytuacji, w jakiej znajdują się akcjonariusze zagraniczni. Z tego powodu w Dyrektywie pojawił się zapis określający minimalny termin zwołania walnego zgromadzenia – 21 dni. Państwa członkowskie mogą jednak postanowić, że zwołanie walnego zgromadzenia, innego niż zwyczajne, możliwe będzie z krótszym, 14-dniowym wyprzedzeniem – pod warunkiem, że spółka zaoferuje akcjonariuszom możliwość głosowania za pomocą środków elektronicznych dostępnych dla wszystkich akcjonariuszy, natomiast o skróceniu terminu zdecyduje walne zgromadzenie w uchwale podjętej większością 2/3 głosów z reprezentowanych akcji lub reprezentowanego kapitału zakładowego. Zwołanie walnego zgromadzenia powinno zaś nastąpić w sposób gwarantujący szybki i niedyskryminujący dostęp do ogłoszenia o zwołaniu, przy wykorzystaniu środków przekazu, z jakich można racjonalnie korzystać w celu sku-

”

Jedną z barier w transgranicznym wykonywaniu prawa głosu niewątpliwie stanowią spóźnione informacje o zwołaniu walnego zgromadzenia. Regulacje krajowe poszczególnych państw członkowskich są w tym zakresie niejednolite i nie uwzględniają specyfiki sytuacji, w jakiej znajdują się akcjonariusze zagraniczni.

tecznego przekazania informacji do publicznej wiadomości w całej Wspólnocie.

Oprócz wprowadzenia standardowego minimalnego czasu, w jakim akcjonariusze powinni zostać zawiadomieni o zwołaniu walnego zgromadzenia, konieczne jest również zapewnienie im odpowiedniego dostępu do informacji i dokumentów związanych z działaniem spółki. Od tego bowiem, czy akcjonariusze mają wystarczająco szeroki i łatwy dostęp do niezbędnych informacji oraz praktyczną możliwość ich wykorzystywania już w stadium organizacji walnego zgromadzenia, w dużej mierze zależy ich dalsza aktywność na forum walnego zgromadzenia. Regulacje Dyrektywy określają minimalny katalog informacji, które powinno zawierać ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia. Generalnie, dzięki tym informacjom akcjonariusze powinni uzyskać jasne i precyzyjne opisy sposobów, środków i procedur głosowania podczas walnego zgromadzenia. Ponadto w ogłoszeniu spółka zobowiązana będzie do podania adresu strony internetowej, na której umieszczone będą przez 21 dni odpowiednie informacje, dokumenty i formularze. Państwa członkowskie powinny również zapewnić akcjonariuszom – działającym indywidualnie lub zbiorowo – możliwość wprowadzania nowych spraw do porządku obrad walnego zgromadzenia, jak również prawo przedstawiania alternatywnych projektów uchwał dotyczących czy to spraw przewidzianych już w pierwotnym porządku obrad, czy to później do niego wprowadzonych. Stworzenie przyjaznych warunków dla aktywnej debaty korporacyjnej nie powinno się zatem ograniczać jedynie do umożliwienia prostego dostępu do informacji.

Likwidacja wszelkich form blokowania akcji

Kolejnym utrudnieniem w dostępie do walnego zgromadzenia są przepisy wiążące uczestnictwo w walnym zgromadzeniu z wykluczeniem lub ograniczeniem rozporządzania akcjami bądź ich blokowaniem na rachunku papierów wartościowych (*share blocking*). Mimo, że regulacje o blokowaniu akcji mają na celu zapewnienie, że krąg osób uprawnionych do udziału w zgromadzeniu będzie tożsamy dla stanu posiadania akcji w dniu zgromadzenia, to nie przystają one jednak do potrzeb współczesnego obrotu na ryn-

ku regulowanym. Nierzadko bowiem dochodzi do sytuacji, w której rezygnacja z udziału w walnym zgromadzeniu jest ceną, jaką akcjonariusz ponosi za zachowanie możliwości szybkiej reakcji na zmiany sytuacji rynkowej. Jest to szczególnie istotne dla inwestorów instytucjonalnych. Stąd też Dyrektywa jako metodę ustalania kręgu podmiotów uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu wprowadza model *record date*, który zakłada, że prawo akcjonariusza do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu oraz głosowanie będzie uzależnione od posiadania akcji w ściśle określonym dniu przed tym zgromadzeniem. Dyrektywa wymaga, aby każde państwo członkowskie wyznaczyło jednolity sposób ustalenia dnia miarodajnego dla ustalenia kręgu akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu („dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu”). Państwo członkowskie może jednak ustalić różne dni rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu dla spółek, które wyemitowały akcje na okaziciela oraz dla spółek, które wyemitowały akcje imienne. Jednak w odniesieniu do spółek, które wyemitowały oba rodzaje akcji, obowiązuje jednolity dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu.

Dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu nie może przypadać wcześniej niż 30 dni przed datą walnego zgromadzenia, którego dotyczy. Minimalny dozwolony okres między najpóźniejszą dopuszczalną datą zwołania zgromadzenia i dniem rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu ma wynosić 8 dni. Przy obliczaniu tego okresu nie uwzględnia się obu wymienionych dni. Jednakże w przypadku zwoływania walnego zgromadzenia po raz drugi lub kolejny z powodu braku quorum wymaganego przy pierwszym zgromadzeniu, minimalny dozwolony okres między najpóźniejszą dopuszczalną datą zwołania drugiego lub kolejnego zgromadzenia a dniem rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu wynosi 6 dni. Przy obliczaniu tego okresu i tutaj nie uwzględnia się obu wymienionych dni.

Formy udziału w walnym zgromadzeniu

Większość uprawnień organizacyjnych wykonywana jest przez akcjonariuszy w ramach lub w związku z uczestnictwem

w walnym zgromadzeniu. Z tego też względu obecna koncepcja walnego zgromadzenia jako zebrania akcjonariuszy obecnych fizycznie w miejscu obrad, nie spełnia oczekiwań stawianych przez samych inwestorów. Akcjonariusze, dla których odległość od miejsca odbywania walnego zgromadzenia stanowi nierzadko najpoważniejszą barierę uczestnictwa w obradach, powinni mieć zapewnioną możliwość udziału w podejmowaniu uchwał, czy to oddając głos korespondencyjnie, czy też przy wykorzystaniu środków teletransmisyjnych. Również na tym polu Dyrektywa wprowadza korzystne rozwiązania. Państwa członkowskie muszą bowiem w swoim ustawodawstwie krajowym dopuścić dla spółek publicznych możliwość wykorzystania wszelkich form udziału akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu za pośrednictwem środków elektronicznych, np. elektroniczne transmisje walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym czy dwustronna komunikacja w czasie rzeczywistym. W ten sposób nieobecni akcjonariusze mogą wypowiadać się podczas walnego zgromadzenia. Należy podkreślić, że zgodnie z przyjętym modelem ostateczna decyzja należy do spółki, a państwo członkowskie nie może spółkom ani nakazywać, ani zakazywać stosowania jakiegokolwiek konkretnej formy. Jak zostało to rozwinięte w preambule, głosowanie bez konieczności osobistej obecności na walnym zgromadzeniu, drogą korespondencyjną lub elektroniczną, nie powinno podlegać ograniczeniom innym niż ograniczenia konieczne w celu identyfikacji akcjonariuszy i zapewnienia bezpieczeństwa komunikacji, a państwa członkowskie mogą przyjąć przepisy zapewniające, że wyniki głosowania we wszystkich przypadkach będą odzwierciedlać intencje akcjonariuszy, również w sytuacjach, w których po oddaniu głosu przez akcjonariusza drogą korespondencyjną lub elektroniczną zaistniały lub zostały ujawnione nowe okoliczności.

Jeżeli akcjonariusz zdecydował się na udzielenie pełnomocnictwa do uczestniczenia i głosowania w jego imieniu na walnym zgromadzeniu, pełnomocnik będzie miał takie same prawo do wypowiadania się i zadawania pytań, jakie miałby w tej sytuacji akcjonariusz. Ponadto Dyrektywa nakłada na państwa członkowskie

obowiązek uchylenia wszelkich przepisów prawnych – oprócz wymogu posiadania przez pełnomocnika zdolności do czynności prawnych (w polskiej wersji językowej tekstu Dyrektywy mowa jest błędnie o zdolności prawnej – vide art. 10 ust. 1 Dyrektywy) – które czy to same ograniczają, czy też umożliwiają spółkom ograniczanie uprawnień osób do występowania danej osoby w roli pełnomocnika. Dyrektywa w pełni sankcjonuje tak zwane instrukcje do głosowania stwierdzając, że pełnomocnik głosuje zgodnie z instrukcjami udzielonymi mu przez akcjonariusza. Znosi również różnorodne krajowe ograniczenia w korzystaniu z instytucji pełnomocnictwa, szczególnie te wymagające formy pisemnej – akcjonariusz będzie mógł ustanowić pełnomocnika drogą elektroniczną.

Ułatwienia dzięki IT

Nie ulega wątpliwości, że zawarty w Dyrektywie zakres i charakter stosowania środków elektronicznych promuje aktywny udział akcjonariuszy w procesach decyzyjnych zarówno przed walnym zgromadzeniem, jak i podczas jego obrad. Ułatwienia dostępu do walnych zgromadzeń, a zwłaszcza do wykonywania prawa głosu akcjonariuszom, którzy są naturalnie pre dysponowani do pełnienia funkcji kontrolnych, może pozytywnie wpłynąć na działanie mechanizmów rynkowych i ochronę interesów poszczególnych grup inwestorów. Czas pokaże, czy koszty stworzenia środowiska przyjaznego dla aktywnego działania w procesie funkcjonowania spółek publicznych, okażą się adekwatne do osiągniętych korzyści. Aktualne reformy praw spółek państw członkowskich UE idą raczej w kierunku modernizacji zasad odpowiedzialności członków organów, a więc położenia akcentu na uprawnienia o charakterze prewencyjno-represyjnym, co funkcjonalnie może być postrzegane jako działanie nie tyle komplementarne, ile wręcz substytucyjne wobec działań zmierzających do zwiększania uprawnień współdecyzyjnych akcjonariuszy. ●●

dr Arkadiusz Radwan
prezes Centrum C-Law.org,
of counsel w Kubas, Kos,
Gaertner – Adwokaci
Kamil Nowak
prawnik, specjalista prawa spółek,
pracownik naukowy Centrum C-Law.org